

Conclusion

Le transfert de risque de crédit s'accompagne d'une diversification des portefeuilles et d'une dispersion des risques de crédit. En cela, cette technique offre clairement des opportunités. Prudemment utilisée, son apport bénéfique sur la résilience du secteur financier et sur la stabilité financière de l'économie semble incontestable.

Face au développement récent du marché, il nous paraît pour autant légitime de poser la question si la dispersion des risques est réellement au cœur des motivations. Dès lors que des produits structurés servent eux-mêmes de sous-jacents dans l'émission de nouveaux produits structurés, provoquant ainsi une opacité des informations et une moins bonne perception des risques inhérents, la diversification des risques ne semble plus être le moteur du transfert de risque de crédit.

Les *CDO* synthétiques d'arbitrage ne poursuivent aucune stratégie susceptible d'alléger la gestion au quotidien des établissements de crédit. Déconnectés de la possession réelle des actifs, ces instruments incarnent en réalité un *business model* de génération de plus-values, tout en minimisant les risques pris par l'arrangeur. En outre, ils permettent de contourner la réglementation pour des investisseurs n'ayant pas d'agrément CDS. La motivation première y est la création de profits à travers l'écart entre le rendement moyen perçu par l'arrangeur et le rendement moyen versé aux investisseurs. Un jeu *a priori* gagnant-gagnant, car les investisseurs se réjouissent eux aussi de pouvoir placer leur liquidités abondantes. Si les instruments de la cession parfaite se limitent aux actifs réellement possédés, les *CDO* synthétiques arbitrage composés de *CDS* peuvent être émis à volonté, sans limite. S'agit-il là réellement d'une dispersion des risques ?

Se pose dès lors la question de la maîtrise des liquidités par les autorités monétaires. La déconnexion entre les besoins de financement pour les actifs réels et ceux créés « synthétiquement » impose des difficultés nouvelles dans le pilotage de la masse monétaire. L'ampleur de ce mouvement peut être décelé dans le découplage des encours d'un émetteur et ceux des *CDS* sur cette même entité, atteignant parfois cinq à six fois les encours totaux à « couvrir ».

Les acteurs privés, favorables à toute opportunité de profit, ne manquent pas de souligner que le marché du transfert de risque de crédit fonctionne très bien, qu'il encourage la dispersion du risque et que les situations critiques sont hautement improbables. La négation d'un potentiel déstabilisateur du transfert de risque de crédit est, de la part des voix pro-marché, quasiment complète.

Notre constat est que la plus grande partie des références dont nous disposons, y compris celles des autorités financières, ont, *primo*, concentré leur étude presque exclusivement sur les implications micro-économiques du transfert de risque de crédit, soucieux surtout d'assurer le bon fonctionnement de ce marché, et, *secondo*, ont fait preuve d'un optimisme surprenant en matière de son influence sur la stabilité financière.